



太陽 Grant Thornton Advisory Insights

M&A アドバイザリー

今回のテーマ： デット・ファイナンスモデル構築における留意点

はじめに

ビジネスにおけるデット・ファイナンス項目のモデル構築は容易と思われがちで、一般的にはそう言えなくも無いですが（返済額と利息の額さえ分かればいいのですから。）、実際には効果的なモデルを構築するために考慮すべきことが多くあります。本稿では、デット・ファイナンス項目のモデル化にあたっての留意点を解説します。

デット・ファイナンスの複雑さ

多くの場合、既存の予測モデルがあり、理屈の上では負債を「一括り」にするのが単純かつ容易かもしれませんが、以下の要素を考慮する必要があります。

- 企業はどのような種類のデット・ファイナンスをモデルに落とし込みたいか。また、リファイナンスの過程にあり、（潜在的に）複数のレンダーと協議しているか。もしそうであれば、デット・ファイナンスに係るモデル構築を何度も繰り返し、各レンダーのポジションを評価し、どのようなデット・ストラクチャーがベストかを判断することになるでしょう。例えば、タームローン（償却 / 一括返済）、リボルビング・クレジット・ファシリティ（RCF）、ID ファシリティ、設備投資ファシリティの要否等も考慮する必要があります。
- 既存の借入枠は、新規借入の際も継続されるか？
- 事業におけるキャッシュ・ヘッドルームはどの程度必要か？

デット・ファイナンスで想定している内容の複雑さが、基礎となる予測モデルとうまく整合していない場合、全く新しい、あるいはより優れた財務モデルをゼロから作成する方が容易かもしれません。

柔軟性

デット・ファイナンスのモデルを検討する場合、特に柔軟性が鍵となります。最初の重要な柔軟性は借入実行日です。特に、事業の運転資金ニーズを考慮する場合、借入実行日は極めて重要なポイントとなります。（もし1ヶ月実行日が遅れたら？ - その影響を迅速に把握できるか。）

個々のトランシェのモデル化が単純な構造であっても、借入金額やファシリティ・サイズ、借入期間、返済方法（月次償却 / 四半期償却 / 一括償却）等、多くの変数が含まれる可能性があるため、ここでも高度な柔軟性が求められます。また、返済猶予期間（Grace period）、金利マージン（レバレッジ倍率に対するラチェットを組み込むことの要否）、現金利息の支払期間、PIK 利息、アレンジメント・フィー、コミットメント・フィー、サービス・フィー等々検討すべきことが多く存在します。

デット・ファイナンスのモデル化に必要なすべての変数を特定した後、事業のキャッシュ・フローへの影響を理解し視覚化することができるようになるのは、これらのモデルを作成した後であることをご理解いただけるかと思います。

コベナンツ

次にコベナンツについて考える必要がありますが、通常想定されるコベナンツはレバレッジ、キャッシュ・フロー、金利コストとなります：

- レバレッジ・テストは、「負債/利益 (EBITDA)」に基づいて行われることが多い。しかし、ここで使用される負債と利益の定義は何か、また現金を含めるのか (グロス・レバレッジかネット・レバレッジか) 等、ここでも考慮すべきことは少なくありません。
- キャッシュフロー・テストは、債務返済に利用可能なキャッシュ・フロー (CFADS) に対するデットサービス・コストを見ます。これは、ビジネスの観点から最も検討を要するコベナンツであることが多いといえます。モデルを構築する立場からは、これらの定義にどのようなキャッシュ・フローが含まれるかを理解しなければなりません。
- インタレスト・カバーは、事業の収益に対する金利負担を評価します。

ここでも、モデル・ユーザーに適切な柔軟性を持たせることで、コベナンツへの影響を評価するための最適なツールを提供することができます。モデルにスイッチを組み込むことで、どのキャッシュ・フロー/残高/コストを各テストに含めるか素早く選択することが容易になります。

また、コベナンツ・テストをいつアクティブにするか、テストの参照時間 (月数) を切り替えられるようにする必要があります。例えば、今期の収益を年率換算 (今月×12、前四半期×4 など) するか、過去 12 ヶ月平均を使用するか、等です。

さいごに

以上、デット・ファイナンスのモデル化に際して考慮すべきポイントを記載してきました。デット・ファイナンスモデルは、債務返済と金利コストに関するキャッシュ・フローをモデル化するだけではありません。この作業全体が、既存のモデルの大幅な手直しを促したり、あるいは現在の予測モデルの全面的な見直しを必要とする可能性もあります。したがって、予めどのような柔軟性を持たせるべきか検討する必要があります。

以上